

电气设备

# 英 威 腾 (002334. SZ) / 55.20 元

## 投资御能动力，公司正式跨入工控高端领域

### 事 项

2011 年 2 月 24 日，英威腾发布公告，以 1.5 亿元分二期投资上海御能动力科技有限公司，合计持有 70% 股权。

### 主要观点

#### 1、公司正式跨入工控高端领域，估值亟待修复。

伺服产品是工控领域的高端产品。伺服的普及率反映了一个国家工业水平的高低。国家在“十五”、“十一五”、“十二五”中，多次强调鼓励和支持伺服产品的本土化。掌握伺服就相当于掌握了高端装备的核心技术之一。

图表 1 国内伺服系统市场容量增速稳步攀升，增速超 15%



资料来源：华创证券研究所

目前国际品牌厂商凭借技术优势，一直占据了我国绝大部分市场，2008 年国际品牌约占我国 82% 的市场份额，并且占据了中高端市场（高速、高精度定位、精密加工等应用场合），目前国产品牌厂商主要集中于中低端市场（中等精度的位置控制应用场合）。

证券分析师：高 利  
执业编号：S0360209120018

联系人：李大军 张文博  
Tel: 010-59370826  
Email: zhangwenbo@hczq.com

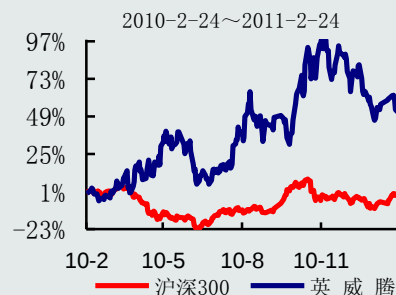
### 投资评级

投资评级：强推  
评级变动：维持

### 公司基本数据

|                |            |
|----------------|------------|
| 总股本(万股)        | 12160      |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 3040/0     |
| 资产负债率(%)       | 8.27       |
| 每股净资产(元)       | 8.29       |
| 市盈率(倍)         | 58.02      |
| 市净率(倍)         | 6.66       |
| 12 个月内最高/最低价   | 114.8/47.0 |

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

### 相关研究报告

《业绩基本符合预期，股价低于行权价利好资本市场，股权激励约束条件偏低》  
2011-01-31

《股价低于行权价利好资本市场，股权激励约束条件偏低》  
2011-01-28

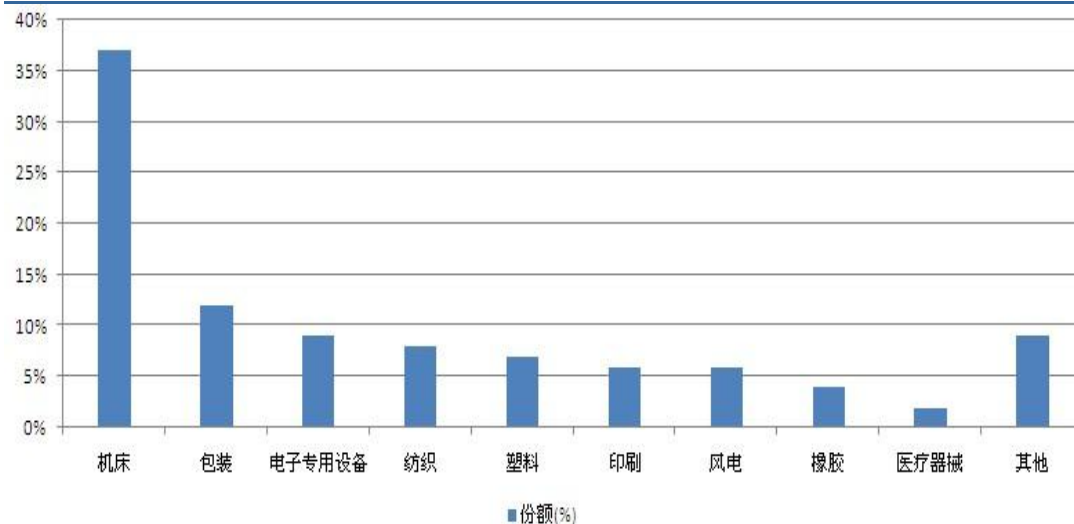
《在港设立全资子公司，加强技术合作与海外拓展》  
2010-12-06

《投资行业龙头，打开自动控制一体化解决方案大门》  
2010-11-05

《内生式增长超预期，布局新领域培育新的增长点》  
2010-10-25

《收购业务助推企业快速成长》  
2010-10-18

图表 2 2008 年国内伺服系统在各行业应用的市场份额



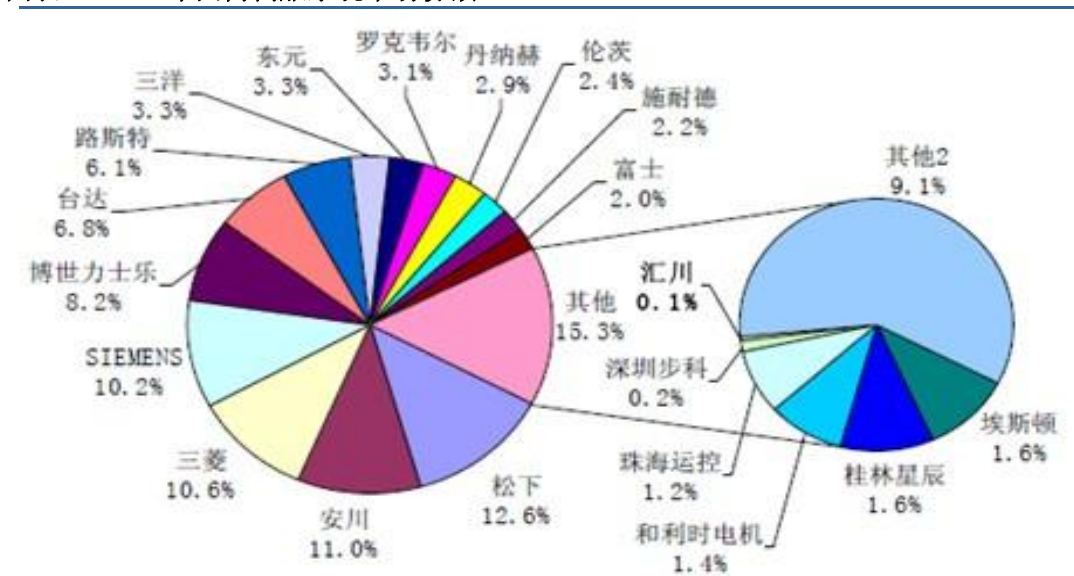
资料来源：华创证券研究所

在各行业里，伺服系统在机床领域的占比超过了 35%，远远超过其他行业。目前，整个行业发展速度已经超过了 15%，预计未来该行业还将保持较高的增速。

2009 年，机床工具、印刷包装机械、纺织机械、电子制造设备、塑胶机械是伺服应用最大的五个下游细分市场，分别约为 11 亿元、3 亿元、2.5 亿元、2.4 亿元和 1 亿元。

上海御能动力的产品在注塑机和纺织机械里面有成熟的应用经验。

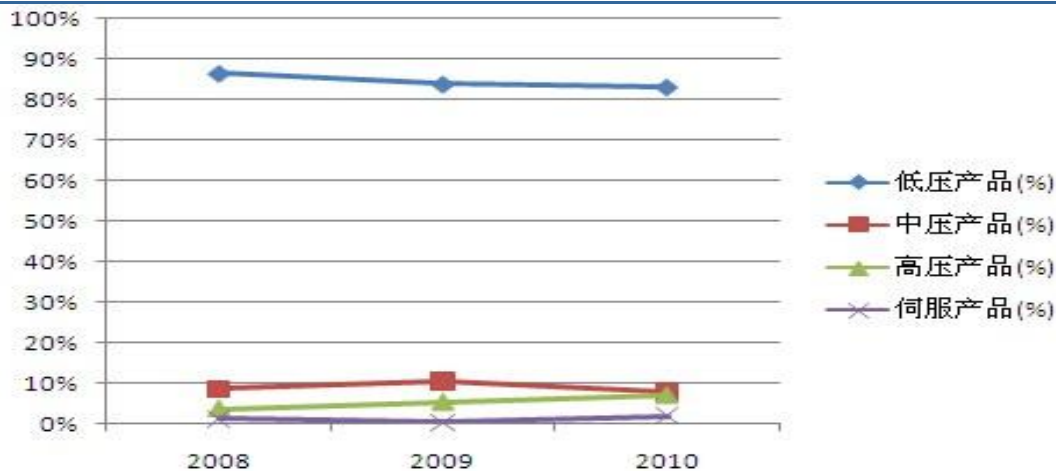
图表 3 2008 年国内伺服系统市场份额



资料来源：变频器世界——《2009 中国低压变频器市场研究报告》

英威腾原伺服业务只占营业收入的 1% 左右，低压变频器占公司收入的 80%，且主要服务中低端市场。

图表 4 最近三年英威腾各项业务占比



资料来源：公司年报

伺服系统是国内企业打破跨国垄断，发展本土装备制造业的基础。投资御能动力 70% 股权，达到绝对控股地位，使英威腾正式跨入工控高端领域。按照 11 年 1.5 元 EPS 来计算，公司目前股价 55.2 元，对应 PE36 倍，估值亟待修复！

## 2、投资方式具有约束与激励双重作用，利好公司发展。

### ◆ 投资引入激励机制，双重利好两公司

图表 5 英威腾分 2 期投资御能，激励作用体现其中

| 期  | 金额 (万元) | 70% 股权 | 2011 年御能净利 (万元) | 2 期收购方法                      |
|----|---------|--------|-----------------|------------------------------|
| 增资 | 3,028   | 11%    |                 |                              |
| 1  | 9,000   | 44%    |                 |                              |
| 2  | 3,112   | 15%    | >1700           | 20×上海御能动力 2011 年度经审计的净利润×15% |
|    |         |        | <1700           | 17×上海御能动力 2011 年度经审计的净利润×15% |
| 合计 | 15,140  | 70%    |                 |                              |

资料来源：公司公告

### ◆ 短期发展成熟市场，机床行业逐渐进入日程

上海御能动力产品已在纺织、塑胶、油田等行业得到客户充分认可。机床行业是伺服应用最重要也是市场空间最大的行业，也是英威腾上市初制定的重点发展行业。未来公司开拓该高端领域，公司实力将再次得到提升。

### ◆ 成本控制能力增强，毛利提升

御能投资规模较小，面临采购成本相对较高的问题。英威腾控股御能后，可以利用其与御能原材料同源的特点，通过规模化的采购，降低御能的原材料采购成本，增加毛利。

图表 6 最近三年御能动力财务状况

|      | 2008  | 2009  | 2010 (1-10) |
|------|-------|-------|-------------|
| 总资产  | 14.57 | 18.01 | 32.67       |
| 负债   | 10.43 | 9.83  | 19.00       |
| 净资产  | 4.14  | 8.18  | 13.66       |
| 营业收入 | 7.64  | 27.63 | 41.57       |
| 净利润  | -6.25 | 1.81  | 5.49        |

资料来源：上海中创海佳会计师事务所有限公司、立信会计师事务所有限公司

### ◆ 销售网络共享，市场空间扩大

虽然英威腾主要从事低压变频器产品的研发和销售，御能动力主要从事伺服产品的研发和销售，但是二者都属于工控领域，且伺服属于工控的高端领域。

未来英威腾海内外广阔的销售网络和御能动力良好的伺服产品相对接后，下游分销商会因销售高端产品而直接受益。分销商动力增加后，伺服产品进口替代趋势就将逐渐形成。这位英威腾和御能动力两公司未来的发展提供了广阔的市场空间。

### 3、投资标的质地优良，未来具有想象空间。

御能动力的产品研发和制造由甄力、赵一凡两位留美博士领衔，将国际最先进的电力电子、数字控制和电机技术引入中国市场，并结合各行业技术需求开发专用伺服系统，具有节能、智能、精密和高效等特点。公司将永磁同步电机的磁场设计与电机驱动的核心算法结合在一起，精密度更高、响应更快。公司以伺服驱动为核心，开发专用的设备控制系统（如注塑机、织机、油田、机床专用伺服系统），形成了整套控制系统的解决方案，从而实现设备生产力的大幅提升。御能动力已取得多项发明、实用新型、外观专利，取得多项软件著作权、商标权。（资料来源：公司公告）

上海御能动力和全资子公司苏州御能拥有多项发明专利（申请中）、实用新型专利、软件著作权专利，目前已经成功研制出机床用五轴联动伺服产品。

2010年，御能动力产量只有8000套，2011年50000套产能将逐渐释放。从御能动力的盈利能力来看，在英威腾注入资产后，御能动力将以每年50%左右的速度发展。

图表 7 御能动力未来 4 年盈利能力

|          | 2010（11-12） | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   |
|----------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万） | 10.39       | 117.86 | 196.20 | 301.71 | 417.01 |
| 净利润（百万）  | 0           | 16.70  | 31.72  | 51.97  | 75.56  |

资料来源：上海银信汇业资产评估有限公司出具的《上海御能动力科技有限公司增资、股权转让股东全部权益价值评估报告》[沪银信汇业评字（2010）第A318号]

### 投资建议

1、伺服系统是国内企业打破跨国垄断，发展本土装备制造业的基础。投资御能动力 70%股权，达到绝对控股地位，使英威腾正式跨入工控高端领域。按照 11 年 1.5 元 EPS 来计算，公司目前股价 55.2 元，对应 PE36 倍，估值亟待修复！

图表 8 相关公司估值比较

| 股票代码      | 公司名称 | EPS   |       |       | P/E    |        |        |
|-----------|------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
|           |      | 2010E | 2011E | 2012E | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 300124.CZ | 汇川技术 | 2.17  | 3.33  | 5.08  | 67.87  | 44.22  | 28.96  |
| 002248.CZ | 华中数控 | 0.53  | 0.45  | 0.64  | 58.53  | 68.51  | 48.35  |
| 300161.CZ | 华东数控 | 0.97  | 0.63  | 0.84  | 26.08  | 39.92  | 30.05  |
| 000410.CZ | 沈阳机床 | 0.05  | 0.47  | 0.36  | 274.19 | 28.83  | 37.29  |
| 600806.SH | 昆明机床 | 0.51  | 0.41  | 0.50  | 24.78  | 30.78  | 25.34  |
|           | 平均值  |       |       |       | 90.29  | 42.452 | 33.998 |
| 002334.CZ | 英威腾  | 0.95  | 1.51  | 2     | 36.48  | 27.6   | 22.15  |

资料来源：华创证券研究所 WIND

2、62.8 元的行权价格，高于目前 55.2 元的股价，公司为了行权，将会努力提高经营业绩，长期利好公司发展。

3、公司选择在前期股价下跌时公告股权激励，降低了公司行权成本。长期来看，利好公司现金流的持续性。

因此维持公司“强推”评级。

## 风险提示

- 1、对外投资面临企业文化融合风险；
- 2、行业增速放缓风险。

附录：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1029 | 1267  | 2115  | 2852  |
| 现金             | 847  | 1014  | 1750  | 2357  |
| 应收账款           | 51   | 90    | 135   | 190   |
| 其它应收款          | 7    | 11    | 17    | 23    |
| 预付账款           | 9    | 15    | 23    | 34    |
| 存货             | 56   | 87    | 139   | 198   |
| 其他             | 59   | 50    | 50    | 50    |
| <b>非流动资产</b>   | 100  | 199   | 232   | 236   |
| 长期投资           | 8    | 5     | 6     | 6     |
| 固定资产           | 75   | 179   | 210   | 213   |
| 无形资产           | 2    | 3     | 4     | 5     |
| 其他             | 14   | 11    | 12    | 12    |
| <b>资产总计</b>    | 1129 | 1465  | 2347  | 3089  |
| <b>流动负债</b>    | 83   | 311   | 972   | 1431  |
| 短期借款           | 0    | 190   | 802   | 1200  |
| 应付账款           | 48   | 85    | 130   | 187   |
| 其他             | 34   | 36    | 39    | 44    |
| <b>非流动负债</b>   | 11   | 11    | 11    | 11    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 11   | 11    | 11    | 11    |
| <b>负债合计</b>    | 93   | 322   | 983   | 1442  |
| 少数股东权益         | 28   | 27    | 27    | 26    |
| 股本             | 122  | 122   | 122   | 122   |
| 资本公积金          | 686  | 628   | 628   | 628   |
| 留存收益           | 201  | 366   | 587   | 871   |
| 归属母公司股东权益      | 1008 | 1115  | 1337  | 1621  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1129 | 1465  | 2347  | 3089  |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 65   | 132   | 178   | 243   |
| 净利润            | 115  | 184   | 243   | 302   |
| 折旧摊销           | 7    | 7     | 10    | 12    |
| 财务费用           | -15  | -24   | -11   | -1    |
| 投资损失           | -0   | -0    | -0    | -0    |
| 营运资金变动         | -59  | -34   | -64   | -70   |
| 其它             | 17   | 1     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -41  | -103  | -44   | -15   |
| 资本支出           | 28   | 111   | 41    | 16    |
| 长期投资           | -8   | -3    | 1     | -0    |
| 其他             | -21  | 5     | -2    | -0    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 702  | 137   | 602   | 380   |
| 短期借款           | -10  | 190   | 612   | 398   |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 74   | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 676  | -58   | 0     | 0     |
| 其他             | -38  | 5     | -10   | -18   |
| <b>现金净增加额</b>  | 726  | 167   | 736   | 607   |

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

| 单位：百万元          | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 504  | 813   | 1258  | 1755  |
| 营业成本            | 294  | 478   | 752   | 1076  |
| 营业税金及附加         | 2    | 2     | 4     | 4     |
| 营业费用            | 49   | 74    | 110   | 154   |
| 管理费用            | 65   | 98    | 150   | 201   |
| 财务费用            | -15  | -24   | -11   | -1    |
| 资产减值损失          | 2    | 2     | 2     | 2     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 108  | 183   | 251   | 318   |
| 营业外收入           | 24   | 24    | 24    | 24    |
| 营业外支出           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 132  | 208   | 275   | 342   |
| 所得税             | 16   | 24    | 33    | 40    |
| <b>净利润</b>      | 115  | 184   | 243   | 302   |
| 少数股东损益          | -0   | -0    | -1    | -1    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 116  | 184   | 243   | 303   |
| <b>EBITDA</b>   | 99   | 166   | 250   | 329   |
| <b>EPS（元）</b>   | 0.95 | 1.51  | 2.00  | 2.49  |

主要财务比率

|                | 2010  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------------|-------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |       |        |        |        |
| 营业收入           | 56.9% | 61.4%  | 54.6%  | 39.5%  |
| 营业利润           | 63.6% | 70.3%  | 36.9%  | 26.8%  |
| 归属母公司净利润       | 41.6% | 59.0%  | 32.2%  | 24.6%  |
| <b>获利能力</b>    |       |        |        |        |
| 毛利率            | 41.6% | 41.2%  | 40.2%  | 38.7%  |
| 净利率            | 23.0% | 22.6%  | 19.3%  | 17.3%  |
| ROE            | 11.5% | 16.5%  | 18.2%  | 18.7%  |
| ROIC           | 44.5% | 44.4%  | 51.1%  | 57.4%  |
| <b>偿债能力</b>    |       |        |        |        |
| 资产负债率          | 8.3%  | 22.0%  | 41.9%  | 46.7%  |
| 净负债比率          | 0.00% | 58.83% | 81.59% | 83.23% |
| 流动比率           | 12.45 | 4.07   | 2.18   | 1.99   |
| 速动比率           | 11.77 | 3.79   | 2.03   | 1.86   |
| <b>营运能力</b>    |       |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.72  | 0.63   | 0.66   | 0.65   |
| 应收帐款周转率        | 11    | 12     | 11     | 11     |
| 应付帐款周转率        | 7.24  | 7.17   | 6.98   | 6.79   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |        |        |        |
| 每股收益           | 0.95  | 1.51   | 2.00   | 2.49   |
| 每股经营现金         | 0.53  | 1.09   | 1.46   | 2.00   |
| 每股净资产          | 8.29  | 9.17   | 10.99  | 13.33  |
| <b>估值比率</b>    |       |        |        |        |
| P/E            | 58.02 | 36.48  | 27.60  | 22.15  |
| P/B            | 6.66  | 6.02   | 5.02   | 4.14   |
| EV/EBITDA      | 59    | 36     | 24     | 18     |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 利益冲突披露事项

## 华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801